

PERBANDINGAN RETURN DAN RESIKO ANTARA INDEK ISLAMIC DENGAN INDEK COMPOSITE

Abdul Basyith

Abstract

Penelitian dilakukan dengan menggunakan data harian Indeks Composite dan Indeks Islamic dari bulan Januari 2006 sampai dengan 31 Januari 2008. Tujuan penelitian ini adalah ingin melihat hubungan resiko dan return antara Indeks Composite dan Indeks Islamic. Teknik Analisis yang digunakan adalah time series regresi dan cross sectional regresi, kemudian dilakukan regresi secara separate dan single equation untuk indeks composite dan indeks. Hasil yang diperoleh adalah bahwa untuk perusahaan yang tergolong dalam indeks composite mempunyai hubungan yang negatif antara resiko dan return dan untuk perusahaan yang tergolong dalam indeks islamik mempunyai hubungan yang positif. Sedangkan untuk return kedua indeks ini menunjukkan tidak ada perbedaan, dan untuk resiko ada perbedaan, ini berarti tidak ada pengaruh kriteria Islamic indeks terhadap return dan ada pengaruhnya terhadap resiko.

Kata kunci : Return, risiko, Islamic index, composite index

Dalam dua decade terakhir ini perkembangan lembaga keuangan Islam mengalami perkembangan yang sangat pesat, yaitu dengan munculnya Bank-bank Islam di banyak Negara, melalui konsep perbankan shariahnya. Kemudian muncul pula Pasar Modal Islami, yaitu dipakainya Indeks Islamic oleh Dow Jones Industrial Average.

Pasaran Modal merupakan suatu institusi bagi perusahaan dalam rangka mendapatkan dana dari masyarakat untuk jangka panjang untuk pengembangan perusahaannya dari, yang mana perusahaan yang akan mendapatkan dana dari masyarakat harus melalui mekanisme tawaran awam awal (going public).

Salah satu petunjuk untuk melihat perkembangan perusahaan yang telah melakukan tawaran awam awal adalah dengan melihat harga sahamnya, yaitu dengan melihat indeks harga sahamnya. Apabila indeks sahamnya naik, maka berarti harga sahamnya naik dan sebaliknya. Sekarang ini banyak sekali indeks yang dikeluarkan oleh bursa saham, yang paling umum dikenal adalah

indeks composite. Indeks Composite ini merupakan indeks saham dari seluruh perusahaan yang tercatat di bursa.

Selain itu adapula indeks-indeks lainnya seperti indeks yang menggambarkan likuiditas, jika di Indonesia dikenal dengan LQ45, di Kuala Lumpur KLSE25, 50.

Adapula Indeks Islamic atau indeks shariah, yang menggambarkan indeks saham dari perusahaan yang memiliki kategori khusus. Obaidullah (th), yaitu dalam perspektif norma ethic yaitu, bebas dari paksaan, (freedom from coercion), bebas dari kesalahan penyajian (freedom from misrepresentation), memberikan informasi yang seimbang (right to equal information), right to equal information processing power, freedom from impulse, harga yang efisien (right to trade at efficient price) dan kekuatan

bargaining yang seimbang (right to equal bargaining power), sedangkan dalam perspektif Islamic yaitu bebas dari contrac, bebas dari riba, bebas dari grarar, bebas dari judi dan minuman keras (ber-alcohol) mempunyai harga yang adil (fair prise), memberikan informasi yang cukup akurat, bebas dari darar (detriment).

Taj El-Di (2002) berpendapat bahwa dikeluarkannya indeks Islamic ini sebagai akibat dari disetujuinya oleh para ahli hukum Muslim terhadap perdagangan saham dalam bentuk Mudorabah.

Sebelum Indeks Islamic ini dikembangkan, untuk melihat performance perusahaan-perusahaan yang mempunyai norma-norma yang baik, maka dikembangkanlah indeks yang beretika. Wilson (1997), fenomena indeks yang beretika ini muncul pada tahun 1970-an, sebagai respon dari investor yang menginginkan informasi yang lebih jelas mengenai perusahaan. Crawton menjelaskan investasi yang beretika bahwa investor tidak hanya melihat dari return keuangan akan tetapi juga selain melihat kemana dana yang diperoleh itu digunakan juga aktivitas sosial perusahaan.

Indek Islami atau syariah ini muncul atau syariah ini muncul atau dikenalkan baru 10 tahun terakhir ini, Dow Jon Islamic Market (DJIMI) Desember tahun 1995, Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI) tahun 1999 dan berkolaborasi dengan FTSE pada awal Februari 2007 menjadi Bursa Malaysia Emas

Shariah Index dan Jakarta Islamic Index tahun 2003.

Namun walaupun baru, akan tetapi perkembangannya cukup besar, Pasaran Modal Malaysia pada saat ini berjumlah Rm 1.6 triliun dengan RM 1.1 merupakan kapitalisasi dari equity dan sisanya merupakan bond. Ini merupakan jumlah yang besar bila dibandingkan dengan GDP yang sebesar RM 500 billion, dan saham yang tergolong dalam Islamic juga memberikan kontribusi yang besar. Dalam pasaran equity, 85% dari perusahaan yang terdaftar di bursa merupakan perusahaan yang diklasifikasikan dalam syariah compliant, tetapi bila dilihat dari kapitalisasinya, syariah compliant baru mencapai 64% dari total.

Sedangkan di Indonesia, dari berdirinya tahun 2003 sampai dengan tahun 2005, kapitalisasi dana yang dihimpun juga mengalami peningkatan dari 177,8 triliun rupiah tahun 2003, 263,9 triliun rupiah tahun 2004 dan 390,2 triliun tahun 2005.

Dalam pandangan teori investasi sekarang ini Francis (1991), Avramov dan Chordia (2006) bahwa hubungan antara return dan resiko adalah berbanding lurus, maksudnya return yang tinggi mempunyai resiko yang tinggi juga.

Melihat dari dua sudut pandang pengertian resiko dan pulanan di atas, berikut ini disajikan hasil penelitian yang telah dilakukan. Dari hasil penelitian Aulia dan Farid (2006), tulisan ini merupakan

pengembangan dari tulisan sebelumnya, yang dilakukan oleh Rahman (2006), yang melakukan studi bahwa Cumulative Abnormal Return (CAR) untuk syariah compliant lebih tinggi dari pada CAR non syariah compliant. Sedangkan studi ini meneliti dari sudut return yang dihitung dari deviden yang diberikan, dan memberikan hasil bahwa deviden perusahaan syariah compliant lebih tinggi daripada perusahaan non syariah compliant.

Kemudian juga dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Rashidian dan Hakim (2002), bahwa performance resiko dari Dow Jones Islamic Index (DJIMI) lebih menarik daripada Wilshire 5000, hal ini dikarenakan, resiko yang diukur dengan standar deviasi Dow Jones Islamic Index (DJIMI) lebih rendah daripada Wilshire 5000 dan juga Sharpe index dari DJIMI lebih rendah daripada Wilshire 5000.

Dari hasil penelitian Nishat (2002), melakukan penelitian di Karachi Stock Exchange Pakistan, membandingkan modarabah, perusahaan Islamic Leasing dan Non Islamic Stock, menggunakan data dari tahun 1988 sampai 1994, selain secara keseluruhan, periode waktu ini juga dibagi menjadi 2 sub periode, yaitu dari tahun 1988-1994 dan 1991-1994. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara statistic deskriptif, dari periode waktu 1988-1994, rata-rata return tidak ada perbedaan secara statistic antara mudarabah dengan non-islamic stock. Akan tetapi bila menggunakan sub periode ada

perbedaan, yaitu perusahaan Islamic leasing mempunyai mean return yang lebih dari mudarabah dan non Islamic Index.

Girard dan Hassan (2005), membanding 7 indek Islamic di Dow Jones dengan 7 indek non-islamic di Dow Jones, menyimpulkan bahwa secara rata-rata return index Islamic dow jones lebih tinggi dari indek non Islamic, begitu juga dengan resiko, index Islamic kurang beresiko dibandingkan dengan Index non-islamic, akan tetapi secara statistic tidak perbedaan return dan resiko antara Dow Jones Islamic Index dengan Dow Jones Non Islamic Index. Dow Jones Islamic Index outperform dari tahun 1996-2000 dan underperform dari tahun 2000-2005.

Sementara itu, Boyle, Higgin dan Rhee (1997) reaksi pasar saham terhadap ethic inisiatif, yang mana ethic inisiatif di ukur dari informasi social responsibility, yang memberikan hasil bahwa masyarakat komitmen dengan ethic.

Melihat perkembangan Index Islamic dan hasil-hasil penelitian diatas, secara statistic deskriptif menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki kriteria-kriteria yang memenuhi kaidah Islam selain mempunyai prospek keuntungan yang baik dan juga mempunyai resiko yang lebih rendah. Akan tetapi secara statistic inferensial tidak menunjukkan perbedaan. Tidak significannya ini disebabkan, pada pengujian pada perusahaan non Islamic menggunakan market indek, yang mana perusahaan-perusahaan yang

tergolong dalam Islamic index berada di dalamnya. Oleh karena itu, penulis tertarik untuk meneliti lebih jauh, hubungan antara return-resiko melalui pengujian Index Islamic dengan Index Composite di Bursa Efek Indonesia.

A. TINJAUAN LITERATUR

Dalam pandangan teori investasi sekarang ini Francis (1991), Avramov dan Chordia (2006) bahwa hubungan antara return dan resiko adalah berbanding lurus, maksudnya return yang tinggi mempunyai resiko yang tinggi juga. Emperical studi yang dilakukan untuk menguji hubungan antara resiko dan return telah dilakukan, diantaranya: Xing dan Howe (2003), yang melakukan penelitian di UK Stock Market menghasilkan hubungan yang positif antara resiko dengan return. Byrne dan Lee (2004) yang melakukan penelitian dengan pengukuran resiko yang berbeda ternyata memberikan hasil bahwa hubungan dan return tidak jauh berbeda. Al-Zoubi, H. dan Al Zu'bi, B. Kh. (2007) juga membuktikan adanya hubungan yang positif antara resiko dan return.

Adapun peneliti yang memberikan hasil yang berbeda adalah dilakukan oleh Berry dan Rondriquez (2004), memberikan hasil bahwa adanya hubungan resiko yang tinggi dengan return yang rendah pada industri real estate.

B. HIPOTESIS

1. Diduga hubungan antara resiko dan return, baik di Index Composite maupun Index Islamic adalah positif.
2. Diduga ada perbedaan return dan resiko antara Index Composite dengan Index Islamic.

C. METODE PENELITIAN

1. Operasional Variable

Return adalah perubahan harga sekarang dikurang dengan harga kemarin kemudian hasilnya dibagi dengan harga kemarin.

Tingkat bunga dari sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang digunakan adalah SBI 3 (tiga) bulanan, tingkat bunga SBI tiga bulanan ini digunakan karena tingkat bunga ini digunakan sebagai asumsi penyusunan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara Republik Indonesia. Tingkat bunga ini merupakan tingkat bunga tahunan, oleh karena itu untuk menentukan tingkat bunga harian maka tingkat bunga ini akan dibagi dengan 360 hari. Sedangkan Wadiah merupakan deposit dari Bank Indonesia untuk simpanan dari bank-bank syariah.

Return pasaran merupakan index composite adalah dengan menggunakan index harga saham gabungan (IHSG), dimana untuk menentukan return pasaran adalah return pasaran sekarang ditolak

dengan return pasaran kemarin dibagi dengan return pasaran kemarin.

β merupakan resiko dari masing-masing perusahaan, yang diperoleh dari first pass time series regression.

Harapan return $E(R_i)$ adalah rata-rata return dari masing-masing perusahaan.

2. Pengumpulan Data

Bursa yang menjadi objek penelitian adalah Bursa Efek Indonesia.

Data yang digunakan adalah :

- a. Data Indeks dari Bursa Efek Indonesia adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau Jakarta Composite Index dan Jakarta Islamic Index (JII) yaitu data harian tahun 2006 dan 2007 dan bulan Januari 2008.
- b. Data harga saham harian dari sample perusahaan yang digolongkan dalam indeks Islamic dan perusahaan yang tidak digolongkan dalam indeks Islamic.
- c. Perusahaan yang tergolong dalam composite Indeks adalah seluruh perusahaan yang listed di Bursa Efek Jakarta dan perusahaan yang tergolong dalam Indeks Islamic adalah perusahaan yang memenuhi kriteria syariah yang ditentukan oleh Bursa Efek Jakarta,

dimana penentuan perusahaan dilakukan setiap semester dan masing-masing semester sebanyak 30 perusahaan.

3. Model Analisis

Model analisis yang digunakan dalam penelitian dengan tujuan untuk mengetahui hubungan antara resiko dan return adalah dengan menggunakan regresi. Regresi pertama menggunakan first pass time series regression dengan tujuan untuk menentukan estimasi koefisien dari b_i dari masing-masing perusahaan. Dengan model persamaan sebagai berikut :

$$R_{it} - R_{ft} = a + b_i (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Selanjutnya setelah mendapat koefisien dari b_i , adalah menentukan hubungan antara harapan return dengan koefisien resiko (β), maka akan menggunakan second pass cross sectional regression, dengan persamaan sebagai berikut :

$$E(r_{ij}) = a + \beta(b_i) + e_{ij} \quad (2)$$

Analisis yang akan dilakukan adalah dengan 2 cara pertama secara separate atau partial, yaitu dilakukan perhitungan resiko dan return untuk Indeks Composite dan Indeks Islamic secara sendiri-sendiri dan kedua

menggunakan single equation model. Single equation model. Multiple equation model menggunakan dummy dimana dummy = 0 untuk indek Islamic dan 1 untuk indek composite.

$$Y = \alpha_0 + \beta_1 X_1 + \alpha_0 D + \beta_1 DX_1 + e \quad (3)$$

Kedua, untuk mengetahui apakah ada perbedaan return dan resiko antara Indeks Composite dengan Indeks Islamic adalah dengan menggunakan,

a. Uji beda return dua sample

Kedua, untuk menjawab perbedaan resiko antara Indeks Composite dengan Indeks Islamic. Untuk regresi secara separate pertama dilakukan uji untuk parallel (testing for parallelism), dimana :

$$H_0 : \beta_{IC} = \beta_{II}$$

Kedua dilakukan test comparing two intercept

Hipotesis

$$H_0 : \beta_{OIC} = \beta_{OII}$$

Begitu juga dengan single equation model dilakukan test untuk parallelism dan test intercept, yaitu dengan melihat hasil dari test of between of subjects effects.

Dalam penelitian ini juga analisis yang dilakukan terhadap data, yaitu :

1. Data dianalisis persemester.
2. Data dianalisis secara kumulatif, (data dimasukkan melalui penambahan persemester).

D. HASIL PENELITIAN

1. Deskriptif Data

Sampai dengan Bulan Januari 2008, jumlah perusahaan yang going public di Bursa Efek Indonesia (Indonesia Stock Exchange) sebanyak 383 perusahaan. Dari jumlah tersebut data yang diperoleh dari internet sebanyak 383 perusahaan, setelah dilakukan pengolahan data, maka jumlah perusahaan yang dapat dimasukkan ke dalam analisis penelitian ini berjumlah 261 perusahaan atau sebanyak 68 persen dari jumlah perusahaan yang listed. Periode waktu yang digunakan adalah dari tanggal 2 Januari 2006 sampai dengan tanggal 31 Januari 2008, namun tidak semua perusahaan yang datanya lengkap selama periode tersebut, oleh karena itu periode waktu yang digunakan untuk semua perusahaan bermula dari tanggal 31 Januari 2008 dan berakhir tergantung dari ketersediaan data.

a. Perkembangan Indeks Composite dan Indeks Islamic serta SBI

Melihat pergerakan indeks composite dari 1 Januari 2006 sampai 31 Januari 2008, terlihat kecenderungan yang meningkat dimana pada tanggal 2 Januari 2006 indeks composite berada pada 1171.71 dan pada akhir periode penelitian indeks berada pada 2627.25 ada kenaikan 124.22 persen selama 2 tahun 1 bulan. Terlihat pada bulan Mei 2006 ada penurunan kemudian naik kembali sampai dengan Bulan Juli 2007 dan turun kembali dan kemudian naik kembali. Dilihat dari pergerakan indeks Islamic, tampaknya mempunyai pola yang sama dengan Indeks composite, dimana kenaikan dan penurunan indeks terjadi pada waktu yang sama. Pergerakan tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia, selama dua tahun ini terakhir ini

menunjukkan penurunan. Penurunan tingkat bunga ini juga akan berdampak kepada minat orang untuk melakukan investasi. Terlihat bahwa pergerakan kedua Indeks tersebut mempunyai pola yang sama, artinya Indeks Islamic mengikuti juga perkembangan indeks composite.

b. Perkembangan Return Indeks Composite dan Indeks Islamic

Dari data tersebut, return dari Indeks Islamic lebih tinggi dari indeks composite dan risk free, namun mempunyai resiko (standard deviasi) yang lebih tinggi dari dua return yang lainnya. Dari kondisi ini terlihat bahwa return dan resiko mempunyai hubungan yang searah, artinya resiko yang tinggi mengandung return yang tinggi pula dan resiko yang rendah mempunyai return yang rendah pula.

TABEL 1
Return dari Indek Composite
Per Semester

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
RM1	121	.0011	.01613	-.824	.220	3.675	.437
RM2	120	.0027	.00934	-.379	.221	1.175	.438
RM3	124	.0014	.01112	-.500	.217	1.517	.431
RM4	122	.0022	.01807	-.425	.219	3.204	.435
RM5	20	-.0017	.03369	-.036	.512	1.504	.992
Valid N (listwise)	20						

N menggambarkan jumlah hari dalam semester yang bersangkutan, mean merupakan rata-rata return dari Indek Composite. Bila dilihat perbandingan antara Tabel 1 dengan Grafik 1, maka terlihat pola, bahwa pada semester 2, indek composite menunjukkan tren yang naik, pada semester 3, walaupun ada

Pada tabel 2 di bawah ini menunjukkan pola return untuk indek Islamic ini juga relative sama dengan indek composite, akan tetapi

trend yang naik akan tetapi ada pola yang menurun, kemudian pada semester 4, walaupun ada shock penurunan yang tajam akan tetapi diikuti dengan penaikkan yang tinggi pula, sehingga rata-rata return yang dihasilkan masih lebih tinggi daripada return semester 3.

return pada semester 4, merupakan return yang tertinggi dari 5 semester yang ada.

TABEL 2
Return dari Indek Islamic
Per Semester

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std.Erro r	Statistic	Std.Erro r
RM1	121	.0013	.01818	-.577	.220	3.824	.437
RII2	120	.0025	.01052	.095	.221	1.059	.438
RII3	124	.0012	.01266	-.383	.217	.792	.431
RII4	122	.0029	.02095	-.415	.219	2.992	.435
RII5	20	-.0011	.03382	-.031	.512	1.045	.992
Valid N (listwise)	20						

TABEL 3
Perkembangan Return Indek Composite
Secara Kumulatif per semester

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std.Erro r	Statistic	Std.Erro r
RM1	121	.0011	.01613	-.824	.220	3.675	.437
RMC2SMT	241	.0019	.01319	-.908	.157	5.033	.312
RMC3SMT	365	.0017	.01251	-.809	.128	4.408	.255
RMC4SMT	487	.0018	.01409	-.627	.111	4.491	.221
RMC5SMT	507	-.0017	.01529	-.584	.108	5.520	.217
Valid N (listwise)	121						

TABEL 4
Perkembangan Return Indeks Islamic
Secara Kumulatif Per Semester

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
RM1	121	.0013	.01818	-.577	.220	3.824	.437
RIIC2SMT	241	.0019	.01485	-.565	.157	5.120	.312
RIIC3SMT	365	.0017	.01413	-.513	.128	4.279	.255
RIIC4SMT	487	.0020	.01610	-.446	.111	4.370	.221
RIIC5SMT	507	.0018	.01709	-.424	.108	4.528	.217
Valid N (listwise)	121						

Bila dibandingkan Tabel 3 dan 4, maka terlihat secara kumulatif, kedua indeks tersebut memberikan return yang relative sama, walaupun secara per semester terlihat bahwa return indeks Islamic lebih tinggi daripada indeks composite. Hal ini boleh dilihat dari dua grafik di bawah ini. Grafik Indeks Islamic pergerakan returnnya lebih fluktuatif dibandingkan dengan pergerakan return dari indeks composite. Oleh karena itu, maka secara kumulatif return kedua Indeks ini relative sama.

2. Hasil regresi first Pass time series regresi

Dari hasil first pass time series regresi, bahwa dari total sampel sebanyak 261 perusahaan, secara berturut-turut banyak memberikan hasil yang tidak signifikan terhadap koefisien b_i . Faktor yang

menyebabkan tidak signifikannya tersebut, banyak harga dari perusahaan tidak mengalami perubahan yang besar.

Dari hasil perhitungan hasil first pass time series regresi untuk perusahaan yang tergolong dalam indeks composite. Dari 261 dikurangi 30 perusahaan indeks Islamic sama dengan 231. dari hasil perhitungan, diperoleh untuk tahun 2006 sebanyak 62 dan 44 perusahaan dan untuk tahun 2007 sebanyak 58 dan 105 perusahaan yang mempunyai koefisien b_i yang signifikan serta untuk semester I tahun 2008 ada 110 perusahaan dan mempunyai rata-rata return yang negatif.

Berbeda dengan rata-rata indeks composite, semester 3 memberikan return yang paling tinggi untuk rata-rata return perusahaan indeks composite sedangkan di return Indeks composite terjadi pada semester

4. Untuk semester 5 semuanya sama memberikan return yang negative.

Berikut ini disajikan, statistic deskriptif dari rata-rata return perusahaan yang menjadi objek penelitian ini. Perusahaan yang tergolong dalam indek Islamic ditentukan oleh bursa masing-masing sebanyak 30 perusahaan untuk masing-masing semester, dalam penelitian, setelah dikumpulkan selama 5 semester, maka diperoleh sebanyak 46 perusahaan.

Setelah dilakukan first pass time series regresi, dari 30 perusahaan yang digolongkan dalam indek Islamic, ternyata jumlah perusahaan yang significant berkisar antara 17 sampai 24 perusahaan atau sekitar 57 persen sampai 80 persen, ini menggambarkan bahwa perusahaan yang digolongkan dalam Indek

Islamic ini, harga sahamnya lebih menarik. Sama dengan perusahaan indek composite, return yang tertingi juga diperoleh pada semester 4 dan semester 5 juga sama mempunyai return yang negative.

Bila dibandingkan tingkat return per semester antara perusahaan yang tergolong Indek composite dengan Indek Islamic, tingkat return perusahaan Indek Composite lebih tinggi daripada tingkat return perusahaan Indek Islamic.

Kemudian dilihat secara kumulatif, return perusahaan yang tergolong dalam indek composite pada semester 3 memberikan return yang terbesar, sama dengan indek composite.

TABEL 7

Performance Perusahaan Indek Composite Secara Kumulatif
Periode 2 Januari 2006 sampai dengan 31 Januari 2008

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
RCI106	62	.0009	.00256	1.556	.304	3.670	.599
RCI1SMT	106	.0016	.00266	1.130	.235	1.732	.465
RCI3SMT	164	.0023	.00399	4.255	.190	32.779	.377
RCI4SMT	269	.0017	.00367	3.656	.149	29.935	.296
RCI5SMT	379	.0003	.00605	1.676	.125	13.516	.250
Valid N (listwise)	62						

TABEL 8

Performance Perusahaan Indeks Islamic Secara Kumulatif
Periode 2 Januari 2006 sampai dengan 31 Januari 2008

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
RI1106	19	.0011	.00263	.435	.524	-.539	1.014
RI12SMT	36	.0014	.00231	.112	.393	-.462	.768
RII3SMT	58	.0016	.00219	.452	.314	.425	.618
RII4SMT	82	.0018	.00248	.565	.266	.205	.526
RII5SMT	103	.0009	.00374	-.670	.238	1.712	.472
Valid N (listwise)	19						

Pola yang sama juga ditunjukkan oleh perusahaan indeks Islamic ini, dimana return yang tertinggi diperoleh pada semester 4.

Bila dibandingkan tingkat return secara kumulatif, maka terlihat bahwa tingkat return kedua Indeks ini relatif sama, kecuali pada semester ke 3, return perusahaan indeks composite lebih tinggi dari pada perusahaan indeks Islamic.

3. Pengujian hubungan Resiko dengan returnnya.

- a. Second pass cross section regresi secara separate (terpisah)

(1). Per Semester

Jika dilakukan regresi secara terpisah antara indeks composite dengan indeks islami, koefisien beta untuk indeks composite hanya satu yang bertanda negative sedangkan empatnya bertanda positif, dan semuanya significant. Jika dilihat yang negative jumlah perusahaan yang dimasukkan dalam perhitungan paling sedikit diantara empat semester lainnya.

Tabel 9

Hasil Regresi secara Separate
Perusahaan Indek Composite dengan Indek Islamic

Semester	Indek Composite			Indek Islamic		
	α	β	R	α	β	R
1-2006	-.002 (.001)) (.000)	.004 (.001) (.000)	.605	-.001 (.002) (.608)	.002 (.002) (.303)	.250
2-2006	.001 (.001) (.432)	.002 (.001) (.018)	.355	-.002 (.001) (.169)	.004 (.001) (.005)	.646
1-2007	.005 (.001) (.000)	-.002 (.000) (.000)	.745	.000 (.001) (.930)	.002 (.002) (.174)	.301
2-2007	-.002 (.001) (.035)	.002 (.001) (.001)	.317	- .000086 3 (.002) (.957)	.003 (.002) (.103)	.341
1-2008	-.009 (.001) (.000)	.005 (.001) (.000)	.444	-.006 (.003) (.075)	.004 (.003) (.267)	.254

Koefisien β negative ini terjadi pada semester 3, dan bila dibandingkan antara return perusahaan ini dengan return pasarannya (indek composite) mempunyai

hubungan yang terbalik, dimana return perusahaan indek composite ini pada semester 3 merupakan return yang tertinggi sedangkan

return indek composite mempunyai return yang terendah.

Dari pembahasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa untuk perusahaan yang tergolong dalam indek composite hubungan antara resiko dan return adalah searah.

Sedangkan untuk indek Islamic, bahwa hasil regresi selama 5 semester, hanya semester 2 tahun 2006 yang significant, sedangkan lainnya tidak significant, salah satu penyebab tidak significantnya ini dikarena jumlah perusahaan yang termasuk dalam indek Islamic adalah 30 perusahaan, sedangkan yang termasuk dalam penelitian ini berkisar antara 17 sampai 24 perusahaan.

Dari hasil regresi di atas, maka belum dapat disimpulkan bahwa hubungan antara resiko dengan return mempunyai hubungan yang searah.

(2). Secara Kumulatif (penambahan persemester)

Regresi di bawah dilakukan dengan cara penambahan perusahaan persemester dimulai dari semester I tahun 2006 sampai dengan semester I tahun 2008. Dari hasil regresi yang dilakukan memberikan hasil bahwa selama 3 semester terakhir semua koefisiennya adalah negative, penyebab negative ini dapat dilihat dari return perusahaan indek composite dengan return pasarannya (indek composite) dimana return dari kedua ini mempunyai pola yang berlawanan. Semua koefisiennya adalah significant kecuali 5 semester tidak significant. Ketidaksignificant ini boleh disebabkan return dari semester 5 adalah negative dan secara kumulatif memberikan pengaruh kepada return secara keseluruhan, yaitu menjadi terkecil. Dari hasil di atas, maka dapat disimpulkan bahwa resiko dan return mempunyai hubungan yang berlawanan. Ini tampaknya tidak konsisten dengan hasil yang diatas.

Tabel 10

Hasil Regresi secara terpisah Indeks Composite dan Indeks Islamic
Secara Kumulatif

Semester	Indeks Composite			Indeks Islamic		
	α	β	R	α	β	R
1 smp	-.002 (.001)) (.000)	.004 (.001) (.000)	.605	-.001 (.002) (.608)	.002 (.002) (.303)	.250
2 smp	-.001 (.001) (.016)	.003 (.000) (.000)	.518	-.001 (.001) (.266)	.003 (.001) (.020)	.387
3 smp	.004 (.000) (.000)	-.002 (.000) (.000)	.515	-.001 (.001) .322	.003 (.001) (.007)	.353
4 smp	.003 (.000) (.000)	-.001 (.000) (.000)	.403	-.001 (.001) (.438)	.003 (.001) (.002)	.338
5 smp	-.001 (.000) (.057)	-.001 (.000) (.101)	.084	-.001 (.001) (.177)	-.003 (.001) (.021)	.227

Untuk Indeks Islamic, sedikit ada perbaikan jika dibandingkan dengan regresi sebelumnya, yaitu regresi dilakukan secara persemester, disini regresi dilakukan dengan

cara penambahan data persemester atau kumulatif data persemester. Hasilnya menunjukkan bahwa 4 semester terakhir koefisien beta signifikan, akan tetapi 3

return perusahaan Indeks Composite lebih tinggi daripada return pasarannya (indeks Islamic).

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hubungan antara resiko dan return mempunyai hubungan yang searah.

- Tabel 11
Hasil single equation regresi
Per Semester

Parameter	B	Std. Error	t	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Intercept	-.001	.002	-.625	.534	-.005	.002
B106	.002	.002	1.271	.208	-.001	.006
D106	-.001	.002	-.604	.548	-.005	.003
BD106	.001	.002	.590	.557	-.003	.005
Intercept	-.002	.002	-.996	.323	-.005	.002
B206	.004	.002	2.259	.028	.000	.007
D206	.002	.002	1.281	.205	-.001	.006
BD206	-.002	.002	-	.283	-.006	.002
Intercept	.000	.003	-.072	.943	-.005	.005
B107	.002	.003	.824	.412	-.003	.008
D107	.005	.003	2.007	.048	4.000E-05	.010
BD107	-.004	.003	-	.129	-.010	.001
Intercept	-.001	.002	-.625	.534	-.005	.002
B207	.003	.002	1.271	.208	-.001	.006
D207	-.001	.002	-.604	.548	-.005	.003
BD207	.001	.002	.590	.557	-.003	.005

Interce	-.006	.004	-	.180	-.015	.003
pt	.004	.005	.1.349	.414	-.005	.013
B108	-.003	.005	.819	.466	-.013	.006
D108	.001	.005	-.731	.748	-.008	.011
BD108			.321			

Dari tabel diatas, menunjukkan bahwa tida ada satu pun koefisien yang significant, hal ini dapat disebabkan jumlah data yang sedikit, dan juga pada saat dilakukan regresi secara separate, koefisien dari indek Islamic

yang banyak tidak significant. Oleh karena itu hasil daripada regresi ini tidak dilakukan test of between-subjects effects.

(2). Kumulatif

Tabel 12
Hasil Single Equation Regresi
Per Semester

Parameter Estimate

Dependent Variabel : R

iParameter	B	Std.Error	T	Sig.
Intercept	-.001	.002	-.625	.534
B106	.002	.002	1.271	.208
D106	-.001	.002	-.604	.548
BD106	.001	.002	.590	.557
Intercept	-.001	.001	-1.082	.281
BC2SMT	.003	.001	2.340	.021
DC2SMT	5.167E-05	.001	.039	.969
BDC2SMT	-3.240E-05	.001	-.023	.982
Intercept	-.001	.001	-.643	.521
BC3SMT	.003	.002	1.858	.065
DC3SMT	.005	.001	3.276	.001
BDC3SMT	-.004	.002	-2.929	.004
Intercept	-.001	.001	-.580	.562
B106	.003	.001	2.390	.017
D106	.004	.001	3.372	.001
BD106	-.004	.001	-3.597	.000
Intercept	-.001	.002	-.887	.376
BC5SMT	.003	.002	1.525	.128
DC5SMT	.002	.002	1.370	.171
BDC5SMT	-.003	.002	-1.804	.072

a. Computed using alpha = .05

Dari table diatas, maka untuk dua semester pertama (tahun 2006), dari 5 semester (semua semester) semua koefisien yang dihasilkan tidak signifikan, sedangkan untuk dua semester selanjutnya, hanya intercept yang tidak signifikan. Dengan

dilakukannya singe equation ini berdampak kepada perusahaan indek Islamic, dimana bila dilakukan secara terpisah, hanya semester 2 yang signifikan, sedangkan bila dilakukan secara singe equation semester 2 menjadi tidak

significant, sedangkan semester 3 dan empat menjadi significant.

Ketidaksignifikanan tersebut, dapat sebabkan jumlah data yang dimasukkan masih kurang, tetapi setelah ditambahkan 2 semester lagi, yaitu tahun 2007, memberikan perbaikan terhadap signifikannya. Sedangkan jika selama 5 semester tidak signifikan, dikarenakan untuk tahun 2008 data yang diinput hanya baru bulan Januari saja, oleh karena itu data untuk semester satu tahun 2008 memberikan bias pada keseluruhan data.

Oleh karena itu untuk selanjutnya hanya dilakukan pengujian pada semester 3 dan 4 saja (atau semester I dan II tahun 2007).

Semester III

$$E(R_{IC}) = .004 - .001 b_{IC}$$

$$E(R_{II}) = -.001 + .003 b_{II}$$

Semester IV

$$E(R_{IC}) = .003 - .001 b_{IC}$$

$$E(R_{II}) = -.001 + .003 b_{II}$$

Dari dua persamaan regresi untuk dua semester (semester I dan II tahun 2007), menunjukkan bahwa beta untuk indeks composite adalah negative dan beta untuk indeks Islamic adalah positif.

Maka dapat disimpulkan bahwa hubungan antara resiko dan return untuk perusahaan yang tergolong dalam indeks composite adalah berlawanan atau negative, ini konsisten dengan hasil perhitungan secara separate.

Sedangkan hubungan antara resiko dengan return untuk perusahaan yang tergolong dalam indeks Islamic mempunyai hubungan yang positif.

Hasil yang diperoleh oleh perusahaan yang tergolong dalam indeks Islamic ini juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Xing dan Howe (2003), Byrne dan Lee (2004) dan Avramov dan Chordia (2006), Al Zoubi dan Al Zu'bi (2007) menunjukkan adanya hubungan yang positif antara resiko dengan return.

Adapun peneliti yang memberikan hasil yang berbeda adalah dilakukan oleh Berry dan Rondriquez (2004), memberikan hasil bahwa adanya hubungan resiko yang tinggi dengan return yang rendah pada industri real estate.

c. Pengujian Beda Return dan Resiko

(1). Return

Tabel 13
Hasil Uji Beda Return
Per Semester

	Mean	Std.Deviation	Std.Error Mean	t	df	Sig (2 tail)
Pair 1 RM1- RM1	-.00028 .00026	.00430 .00351	.00039 .00032	-.718 .803	120 119	.474 .424
Pair 2 RM2- RII2	.00025 -.00066	.00324 .00625	.00029 .00057	.854 -1.167	123 121	.395 .246
Pair 3 RM3- RII3	-.00056	.00398	.00089	-.624	19	.540
Pair 4 RM4- RII4						
Pair 5 RM5- RII5						

Dari hasil di atas, menunjukkan bahwa return antara indek composite dengan indek Islamic, yang dilakukan secara per semester

menunjukkan tidak ada perbedaan tingkat return antara Indek composite dengan indek Islamic.

Tabel 14
Hasil Uji Beda Return antara Indeks Composite dengan Indeks Islamic
Secara Kumulatif

	Mean	Std.Error Mean	t	df	Sig (2 tails)
Pair 1	-	.00025	-.051	240	.959
RMC2SMT-	.00001				
RIIC2SMT	.00008	.00019	.391	364	.696
Pair 2		.00020	-.535	486	.593
RMC3SMT-	-				
RIIC3SMT	.00011	.00020	-.638	506	.524
Pair 3	-				
RMC4SMT-	.00013				
RIIC4SMT					
Pair 4					
RMC5SMT-					
RIIC5SMT					

Dari hasil di atas, juga menunjukkan bahwa tidak ada beda antara return dari perusahaan yang tergolong dalam indeks composite dengan perusahaan yang tergolong Indeks Islamic. Hasil ini juga sama seperti yang dilakukan oleh Girard dan Hassan (2005) dan Rashidian dan Hakim (2002). Hasil yang berbeda diberikan oleh Aulia dan Farid (2006).

(2). Resiko

Selanjutnya untuk melihat apakah resiko dari masing-masing indeks tersebut berbeda, dapat dilihat dari table di bawah ini. Tabel ini menggambarkan pengujian effect di antara subjek.

Tabel 15
Hasil Perhitungan Best of Between-Subject Effect
Per Semester

Dependent Variable : RPANEL3

Source	Type I Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected	.001 (b)	3	.000	25.264	.000
Model	.001	1	.001	100.364	.000
Intercept	.001	1	.001	64.860	.000
BC3SMT	2.319E-	1	2.319E-05	2.354	.126
DC3SMT	05	1	8.451E-05	8.579	.004
BDC3SMT	8.451E-	218	9.851E-06		
Error	05	222			
Total	.002	221			
Corrected	.004				
Total	.003				

a Computed using alpha = .05

b R Squared = .258 (Adjusted R Squared = .248)

Untuk tiga semester ini menunjukkan bahwa beta (yang digambarkan oleh BC3SMT) adalah significant, artinya kedua beta dari Indeks tersebut berbeda. Sedangkan untuk intercept yang digambarkan (DC3SMT) adalah tidak significant, ini menggambarkan bahwa kedua intercept dari dua Indeks tersebut adalah sama, dan kedua indeks ini saling berinteraksi, hal ini ditunjukkan oleh significantnya koefisien BD3SMT, ini boleh dilihat dari koefisien masing-masing indeks,

untuk indeks composite negative dan indeks Islamic positif.

Dari hasil di atas, maka dapat disimpulkan bahwa resiko dari perusahaan yang tergolong dalam indeks composite berbeda dengan resiko perusahaan yang tergolong dalam indeks Islamic.

Tabel 16
Hasil Perhitungan Test of Between-Subjects Effects
Secara Kumulatif

Dependent Variabel : RPANEL4

Source	Type I Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	.001 (b)	3	.000	21.536	.000
Intercept	.001	1	.001	107.945	.000
BC4SMT	.001	1	.001	51.664	.000
DC4SMT	1.584E-08	1	1.584E-08	.002	.968
BDC4SMT	.000	1	.000	12.941	.000
Error	.003	1347	9.973E-06		
Total	.005	351			
Corrected Total	.004	350			

a Computed Using Alpha = .05

b R Squared = .157 (Adjusted R Squared = .150)

Begitu juga dengan hasil untuk 4 semester memberikan hasil yang sama, yaitu kedua indek saling berinteraksi dan mempunyai intercept yang sama tetapi

mempunyai koefisien yang berbeda. Jadi dapat dikatakan bahwa ada perbedaan resiko diantara indek composite dengan indek Islamic.

E. KESIMPULAN

1. Hubungan antara resiko dan return untuk perusahaan yang tergolong dalam indek composite memberikan hasil yang tidak konsisten, dimana jika dilakukan analisis secara separate persemester berbeda jika dilakukan dengan kumulatif, yaitu pada persemester memberikan koefisien

yang positif sedangkan pada kumulatif memberikan koefisien yang negative.

2. Jika dilakukan dengan menggunakan single equation regresi model, untuk perusahaan yang tergolong dalam indek composite, baik dilakukan persemester maupun dilakukan secara kumulatif memberikan konsistensi,

dimana hubungan antara resiko dan returnnya berlawanan arah atau koefisien betanya negative.

3. Untuk perusahaan yang tergolong dalam indek Islamic, bila dilakukan regresi secara terpisah, baik persemester maupun kumulatif, maka hubungan antara resiko dengan returnnya adalah searah atau koefisien beta-nya adalah positif.
4. Bila dilakukan pengujian dengan menggunakan single equation regresi model, maka hubungan antara resiko dengan return juga menunjukan hubungan yang searah.
5. Tidak ada perbedaan return antara perusahaan yang tergolong dalam indek composite dengan perusahaan yang tergolong dalam indek Islamic, baik pengujian dilakukan persemester maupun dilakukan secara kumulatif.
6. Ada perbedaan antara resiko antara perusahaan yang tergolong dalam indek composite dengan perusahaan yang tergolong dalam indek Islamic.
7. Tidak ada perbedaan intercept antara kedua golongan perusahaan ini. Dan kedua persamaan regresi ini saling berinteraksi.

Daftar Pustaka

Avramov, D. Chordia, T. 2006. Asset pricing model and financial market anomalies. The

Review of Financial Studies 19 (3) pp 1001 – 1040

Barry, C. B., Rondriquez, M. 2004. Risk and return of property indices in emerging market. *Emerging Market Review*. 5 pp. 131-159

Boyle, E. J., Higgind, M.M., and Rhee, S.G, (1997) Stock Market reaction to Ethical Initiative of Defense Contractors : Theory and Evidence, *Critical Perspective on Accounting* 8

Fama, F.F., French, K.R. 1992. Common risk factors in the return on stock and bond. *Journal of Financial Economics* 33 pp 3 – 50

Francis, J. C., (1992), *Investment*, McGraw-Hill

Girard E., dan Hasan, M. K, 2005, *Faith-Based Ethical Investing : Case of Dow Jones Islamic Indexes*

Gujarati, D. N. 2003 *Basic Econometric Fourth Edition*, McGraw Hill, New York

Markowitz, H. 1952. Portfolio selection. *The Journal of Finance* VII (1) pp 77 – 91

Nishat, M. 2002. (Winter) Experience of Equity-Base Islamic Share in Pakistan. *The Pakistan Development Review* 41 (4) pp 583-608

Obaidullah, M (TH), Ethics and efficiency in Islamic stock market *International Journal of Islamic Financial Services* 3 (2)

Obaidullah, M (TH) Islamic Risk Management : Toward greater ethics and efficiency, *International Journal of Islamic Financial Services* 3 (4)

Rahman, A.F dan Wajdi, M . F., (2006) Dividend signaling hypothesis and agency cost : An investigation on shariah and nonshariah compliant firms in Kuala Lumpur. *Jurnal Empirika* 19 (1)

Rashidian, M, dan Hakim, S. R., (2002), Risk and Return of Islamic Stock Market Index, paper presentet at¹¹ Economic Research Forum Annual Meeting Sharjah Uni Emirat Arab.

Sharpe, W. F. 1963. A simplified Model for portfolio analysis. Management Science IX (2) pp 277-292

Sharpe, W. F. 1964. Capital asset price : A theory of market equilibrium under condition of risk. The Journal of Finance XIX (3) pp 425-442

Taj El Din, S. E-D. 2002. Towards an Islamic Model of Stock Market, Journal King Abdul Aziz University : Islamic Economic 14 pp 3-29

Xing, X. Howe, J. S., 2003. The empirical relationship between risk and return evidence from the UK stock market, International Review of Financial Analysis, 12 pp. 329-346

Wilson, Rodney. 1997. Islamic Finance and Ethical Investment. International Journal of Social Economic 24 (11) pp 1325-1342

Al Zoubi, H., Al-Zu'bi, B. Kh. 2007. Market efficiency, time varying volatility and the asymmetric effect in Amman stock exchange. Managerial Finance, 33 (7) pp. 490-499